

〔論 文〕

資本財取引とトレード・ファイナンスの変貌 (下)

神 沢 正 典

目 次

はじめに—プラント輸出とトレード・ファイナンス
の新形態—

I カウンター・トレードと国際産業協力

1. 資本財取引とカウンター・トレード
2. カウンター・トレードと金融
3. カウンター・トレードと産業協力
4. 共同生産と出資契約

II 国際リースの展開

1. クロスボーター・リース
2. インターナショナル・リース
3. レバレッジド・リースと金融のハイブリッド
化(以上第23巻第1号)

III プロジェクト・ファイナンス(以下本号)

1. プロジェクト・ファイナンスとその特徴
2. プロジェクト・ファイナンスとリスク回避
3. プロジェクト・ファイナンスと金融のハイ
ブリッド化

IV セキュライゼーションと貿易金融

1. フォーフェイティングとその市場
2. 貿易債権の証券化
3. 世銀貸付の売却
4. 途上国債務の株式化と貿易金融

むすびにかえて

III プロジェクト・ファイナンス

1. プロジェクト・ファイナンスとその特徴

(1) プロジェクト・ファイナンスとは

プロジェクト・ファイナンスは、ネビットによって「ある特定の経済単位に対する融資で、貸手が当初においてその経済単位のキャッシュ・フロー及び収益を返済財源と見なし、またその経済単位の資産を融資の担保とみなすことに満足する」⁽⁵²⁾ 融資形態であると定義されている。すなわち、融資の返済源をプロジェクトの

生産物の販売代金に限定し、当該プロジェクトから担保を徴求する金融方式なのである。

プロジェクト・ファイナンスは1930年代のアメリカにおける埋蔵原油・ガス見合い金融の方式として始まり、1950年代から60年代にプロダクション・ペイメント・ファイナンス(特定の石油鉱区から将来産出される石油を取得する権利＝石油受取権を担保とする石油鉱区の売買金融)として開花した。それが国際金融の分野に導入されたのは比較的新しく、1972年の北海油田開発の金融が最初である。その後1981年にはパナマの石油パイプラインの敷設に利用され、これ以降、世界的なパイプラインはほとんどプロジェクト・ファイナンスになった。このように適用される分野は、石油、天然ガス、石炭などの鉱物資源の開発、あるいはその精練加工、パイプ・ライン、石油化学プロジェクトなど主として海外資源開発分野であったが、近年輸送、電力、化学、およびアグリビジネスにも拡大している。プロジェクト・ファイナンスは、企業の必要資本額やリスクがあまりに大きく通常の資金源泉ではプロジェクトの資金を調達できない、ほとんどすべての事業に利用可能である⁽⁵³⁾。発展の原動力となったのは、ノン・リコースとオフ・バランスシートという特徴にほかならなかった。

ところで、プロジェクト・ファイナンスと「プロジェクト物の金融(finance for project)」とは別のものである。「プロジェクト物の金融」は在来型の企業金融の分野に属するものであり、プロジェクトのリスクを借手である企業が負担し、担保も企業が保有する資産の中から提

供する。例えば国内での設備投資金融や対外的にはプラント輸出の延払金融に用いられる⁽⁵⁴⁾。つまり、「プロジェクト物の金融」は従来のトレード・ファイナンスに属する。しかしながら、ここでの課題は、プロジェクト・ファイナンスが従来のトレード・ファイナンスを含む「プロジェクト物の金融」とは区別されるにもかかわらず、それがいかなる意味でまたトレード・ファイナンスの一形態であるかを問うことである。まず、プロジェクト・ファイナンスの特徴からはじめよう⁽⁵⁵⁾。

(2) ノン・リコースの金融

ノン・リコースとは次のことである。プロジェクト・ファイナンスは、プロジェクトとその資金需要をスポンサー会社（親会社）から分離しているので、借手の総資金が返済源として利用可能である伝統的金融方法とは異なって、プロジェクトの資産に返済源が限定されている。したがって、プロジェクトが失敗しても、スポンサーは償還請求権を行使されることはない、すなわちノン・リコースなのである。このことは、借手が返済リスクから免れることであり、逆に貸手の立場から見れば、貸手が貸付に伴うリスクを負担していることを意味する。すでに見たフォーフェイティングにおける遡及権なし条件と同様の機能である。しかしながら、ノン・リコース条件の純粋のプロジェクト・ファイナンスは稀であり、政治リスクが軽減できる先

進資本主義国に位置するプロジェクトに限られている。それゆえ、たいていのプロジェクト・ファイナンスは、なんらかのリスク分散処置がとられることになり、厳密にはリミテッド・リコース条件ということになる。

(3) 外部負債の膨脹とオフ・バランスシート化

次に、スポンサーが借手ではないことによって、この金融はスポンサーの貸借対照表の外部負債に計上されない（オフ・バランスシート）。オフ・バランスシート化が必要とされる背景には、欧米企業の財務諸表重視の考え方がある。欧米企業は社債市場で資金調達をするが、その際に専門格付け機関による格付けを得る必要がある、その格付け如何によっては資金調達コストに影響が出てくる。この格付けにあたっては、当該企業の負債比率が重要な要因として勘案される。そこで資金調達に際しては、できるだけ貸借対照表上負債として計上されない方法で借りようとするのである。他方で、資源開発コストは巨額化し、多額の借入なしには資源開発を遂行出来ないという事情もある。例えば、表5は主として1970年代の鉱物資源プロジェクトの資金調達状況を示しているが、総資金に占める外部負債に計上されない出資の割合は高くとも36%であり、残り7割近くが負債となる融資になっている。1970年代の途上国における新規の資源開発プロジェクトの金融にとっ

表5 途上国の鉱物プロジェクトの金融形態

国	プロジェクト	鉱物	開始年	総融資額 (100万ドル)	出資 (100万ドル)	総融資に占める 出資の割合
ペル -	Toquepala	銅	1959	237	33	14%
パプア・ ニューギニア	Bougainville	銅	1972	479	166	35
ギニア	Boké	ボーキサイト	1973	224	17	8
ボツワナ	Selebi-Pikwe	銅・ニッケル	1974	204	47	23
ペル -	Cuajone	銅	1976	726	264	36
ブラジル	Samarco	鉄 鉱 石	1977	405	110	27

(出所) Radetzki, M., 'Changing Structures in the Financing of the Minerals Industry in LDCs', *Development and Change*, Vol.11, 1980, p. 4.

て、銀行融資は極めて重要な構成要素だったことが分かる。こうして、企業の財務内容の健全化のためには、外部負債を圧縮しなければならないが、プロジェクトの大型化に伴う所要資金借入の増大のために、外部負債は膨脹せざるをえない。この相矛盾する要因の解決手段として、オフ・バランスシート化が図られているのである。

2. プロジェクト・ファイナンスとリスク回避

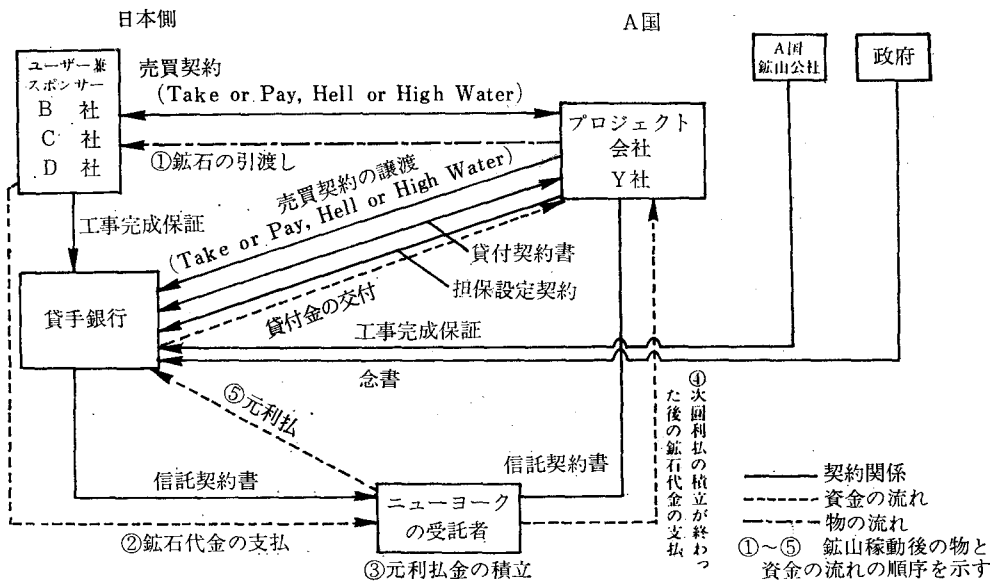
(1) プロジェクト・ファイナンスのリスク
プロジェクト・ファイナンスにとって最も重要なことは、それに含まれるリスクを確認し、できる限り軽減することである。プロジェクトの遂行に関わるリスクには、(1)企業の事業遂行能力に関わるスポンサー・リスク、(2)カンントリー・リスク、(3)プロジェクト・リスクがあり、プロジェクト・リスクはさらに、①工事完成リスク、②生産リスクおよび市場リスクに分類される⁽⁵⁶⁾。純粋なプロジェクト・ファイナンスはスポンサーにとってノン・リコースなので、す

べてのリスクを貸手が負担する形態であった。だが、現実にはほとんど発生していない。そこで、貸手の立場から、このようなリスクを分散する諸形態を図7を参考にしながら検討しておきたい。

(2) 工事完成リスクと完成保証

銀行にとって最大のリスクの一つは、プロジェクトが完成しないことである。そこで、銀行はプロジェクトのスポンサーに工事完成保証(completion guarantee)を求める。工事完成保証におけるスポンサーの義務は、①プロジェクトの工事を計画期限内に完成し、稼働させること、②一定の品質と生産量を保証すること、③コスト・オーバーラン(資金超過)のときは少なくとも資金の一部を負担すること、などである。この保証によって、銀行はリスクを免れることができるが、コスト・オーバーランのスポンサー負担義務はスポンサーにとっては新たな借入の必要を引き起こすので、結局対外債務増大の要因になる。しかし、貸手と借手間の力関係の変化から、期限内に完成しなくてもス

図7 プロジェクト・ファイナンスの構造



(出所) 高倉信昭編著『国際財務戦略』財経詳報社、1984年、348ページ。

ポンサーは元利金返済を要求されない場合も生じてきている。さらに、オーストラリアのノース・ウエスト・シェルフのプロジェクト・ファイナンスにおいては、銀行のリスク負担の増大を意味する、工事完成保証のまったくない融資契約すら出現している⁽⁵⁷⁾。

(3) 市場リスクと買取保証

プロジェクト・ファイナンスにおいて最も特徴的な市場リスクを回避する方法が問題になる。市場リスクの大きさは、当該プロジェクトが産出する産物の販売がどの程度まで保証されるかに規定されているとあってよからう。そもそもプロジェクト・ファイナンスは、融資の返済源をプロジェクトの産物の販売代金に依存している金融方式であることから、市場リスクを軽減することが最大の課題とならざるを得ない。そこで、プロジェクトの生産物の買い手であるスポンサーかユーザーに生産物の買取保証をさせることが、市場リスク回避の唯一確実な方法になるのである。買取保証手段として、プロジェクト・カンパニーとスポンサー・ユーザー間の長期販売契約締結と、同契約に基づく販売代金支払請求権の貸手銀行への譲渡がある。この譲渡は、貸手銀行のために長期販売契約に基づく売掛金債権に担保権を設定する効果をもっており⁽⁵⁸⁾、物的担保とは異なる資産の担保化による債権保全の一方式である。

長期販売契約の一種にテイク・オア・ペイ (take-or-pay) 契約がある。これは、プロジェクト会社が製品を実際に引き渡すか否かにかかわらず、代金として一定の金額の支払を買い手が売り手に対して約束する点に特色がある。要は、一定の金額を無条件に売り手に支払うという買い手の義務が含まれている訳で、買い手による間接保証を意味するのである。テイク・オア・ペイ契約が利用されている取引には、①プロジェクトで生産される製品の販売、例えば鉄、非鉄、石油 LNG、石炭、その他の工・鉱業製品の販売、②サービスの提供、例えば製品の加工、パイプラインによる石油、ガスの輸

送、③設備や船舶の賃貸借、がある⁽⁵⁹⁾。同じ契約であるが、パイプラインによる石油やガスの輸送のようなサービスの提供を目的とするプロジェクトの場合、スルー・プット (through-put) 契約と呼ぶ。また、用船契約で用いられるときは、ヘル・オア・ハイ・ウォーター (hell or high water) 契約と呼ばれている。

(4) 信託金融の利用

貸付金の返済を確実にするために信託金融の手法が取り入れられ、受託者 (Trustee) の設定と信託契約書 (Trust Indenture) の締結がなされる。すなわち、受託者 (通常信託銀行の信託部) は、①ユーザーから鉱石代金を受入れ、②貸付金の次回元利払額まで積み立て、③次回元利払いの積み立てが終わった後にプロジェクト会社宛鉱石代金を支払うことを委ねられている。つまり、信託を利用して、借手が収入を勝手に処分できない仕組みを構築するのである。この仕組みによって、貸手は元利金の返済を、プロジェクト会社は鉱石代金を確保できる。カウンター・トレード、レバレッジド・リースあるいはパス・スルー証券の発行の際に登場した信託金融が、プロジェクト・ファイナンスにおいても利用されている。

3. プロジェクト・ファイナンスと金融のハイブリッド化

(1) 貸付金と出資金

プロジェクト・ファイナンスに使われる資本は、大別すれば、貸付金 (デット・ファイナンス) と出資金 (エクイティ・ファイナンス) の2種類がある。出資は利益を全面的にとる代わりにリスクも負うもので、本来的に危険資本であるのに対して、融資はプロジェクトがどれだけ成功しても利益の配分に預からない代わりに、プロジェクト・リスクも負わない。すなわち、返済の優先順位は、出資が最も低く、銀行貸付は他のいかなる債務にも劣後しなく、優先順位は一番高いのである。

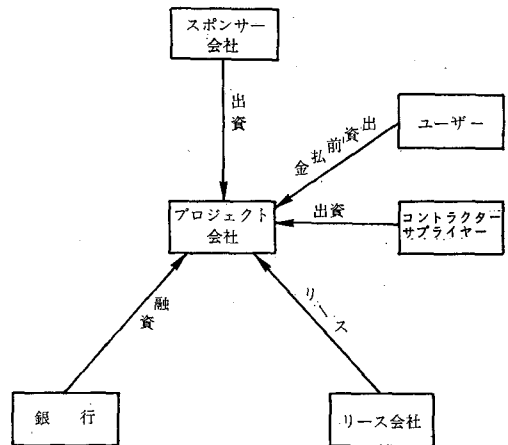
ところで、通常のプロジェクト・ファイナン

スの場合、スポンサーの出資割合は30%であるのが原則になっているので、スポンサーがそれだけの自己資金を保有しないときは、利害関係人であるスポンサー・グループ（コントラクター・サプライヤー・ユーザー）が資金援助をする必要がある。プロジェクトの借入が増えることは、貸手にとっては、プロジェクト・リスクの高まりを意味するので、それを回避するための債権保全策を検討しなければならない。他方、スポンサー・グループとしても、不足資金をリスク・マネーである株式資本で出資することは、最劣後の資金供与になるのでそれを避けたいと考える。そこで、両者の利害を調整する手段として、サボーディネーション契約が利用されるのである。サボーディネーションとは、ある一定の債権に対して劣後する旨の約束を内容とする契約であり、物的担保に代わる債権保全の契約的方策である。この契約によって、貸手は返済の優先権を確保することができるし、プロジェクトの利害関係者は最劣後である出資金には優先する準エクイティ（quasi-equity）として出資することが可能になるのである⁽⁶⁰⁾。

(2) プロジェクト・ファイナンスと貿易金融
さて、プロジェクト・ファイナンスに使われる貸付と出資の資金提供者を貸手とスポンサーの2つのグループに分けて検討しよう。まず、貸手として、①銀行、②機関投資家（生命保険、年金基金）、③消費者金融、④リース会社、⑤個人、⑥金融市場資金がある。次に、スポンサーとして、①プロジェクトによって生産された生産物やサービスを必要とする会社（ユーザー）、②プロジェクトに製品や原材料を供給する会社（サプライヤー）、③国際機関（世界銀行、地域開発銀行）、④公的輸出金融機関、⑤現地政府、⑥プロジェクトの建設を請け負うコントラクター、⑦貿易金融専門会社、⑧設備販売金融があげられる。これらを簡略化して示したのが図8である。

貸手グループの中心は、言うまでもなく商業銀行である。銀行はプロジェクト会社に対して

図8 プロジェクト・ファイナンスの資金源



融資を行う。プロジェクト会社はこの資金をプロジェクト建設のための資本財、設備等の輸入代金の支払に充てることができる。したがって、貸手である銀行の融資はプラント輸出におけるバイヤーズ・クレジットの役割を果たしているのである。この場合、貸手銀行とプロジェクト建設を担当するコントラクターおよび設備を提供するサプライヤーが同一国籍であるならば、資本輸出と商品輸出が結合した資本財輸出金融である。また、多国籍銀行の協調によるシンジケート・ローンであっても、プロジェクト会社がプラントを輸入するかぎり、バイヤーズ・クレジットになることは明白である。

商業銀行の融資は、通常5年から10年の期間で、LIBOR あるいは US プライムレートに基づく変動金利融資である。だが、プロジェクト・ファイナンスはプロジェクト・リスクの分析と引受能力および多額の資金を必要とするが故に、比較的少数の銀行がこの領域を支配している。最近まで、米銀がアメリカやカナダにおける石油・鉱石の開発に携わった経験を基に主導権を握っていたが、北海油田の開発を契機に、欧州の金融機関も広くプロジェクト・ファイナンスに参加するようになり、米銀およびカナダの銀行と競争している⁽⁶¹⁾。

スポンサー・グループの中では、コントラク

ター・サプライヤー・ユーザーによる資金提供の持つ意味が問題となる。コントラクターやサプライヤーは時には出資形態でプロジェクト会社に資金を提供することがある。この出資は準エクィティに分類され、劣後貿易信用(subordinated trade credit)と規定される⁽⁶²⁾。プロジェクト建設に携わり、そのプロジェクトに設備機器を供給するグループによる資金提供は、それを購入する代金の供与であり、サプライヤーズ・クレジットであると見なすことができよう。コントラクター・サプライヤーによる出資は、貸手の銀行にとっては、貸付リスクの分散を意味するものであるが、当事者にとっては、資本財輸出のための輸出金融になっているのである。プロジェクトの生産物を買取る顧客(ユーザー)の信用も、しばしばプロジェクト・ファイナンスの重要な構成要素である。プロジェクトの生産物の販売代金が融資の返済金になるという、プロジェクト・ファイナンスの基本的構造のなかでユーザーの役割は、生産物の買取契約(take-or-pay 契約, through-put 契約)を履行することであった。それに加えてユーザーはまたプロジェクト会社に出資あるいは前払金の形で資金を提供することがある。この出資も、将来の生産物によって返済されることから、プロジェクトの生産物の購入代金の前払の意味をもつのである。前払金はバランス・シート上金融債務ではなく商業債務に計上されるので、借手にとっては借入限度枠を温存でき、事実上オフ・バランスシートの効果を持っている。ユーザーによる資金供与は、プロジェクトの生産物の確保を目的としている点で、開発輸入と同様の形態であることがわかる。

このように、プロジェクト・ファイナンスは多くの貿易金融の形態を結合した極めてハイブリッドな貿易金融なのである。

〔注〕

(62) Nevitt, P. K., *Project Finance*, Euromoney Publications, 1983, p. 3.

(63) Wynant, L., 'International Project Finance', in

George, A. H. & Giddy, I. H. ed., *International Finance Handbook*, Vol. 2, John Wiley & Sons, 1983, p. 7.3.3.

(54) 高倉信昭編著『国際財務戦略』財経詳報社, 1984年, 320ページ。

(55) 以下の叙述は, Wynant, *ibid.*, と高倉, 同上, を参照した。

(56) リスク評価の詳細については, 柴田匡平「プロジェクト・ファイナンスにおけるリスク評価」信州大学『経済学論集』第23号, 1985年を参照されたい。

(57) 『国際開発ジャーナル』1982年8月, 52ページ。

(58) 東京銀行国際プロジェクト部法務室「国際プロジェクト・ファイナンスの実務と法律問題」『金融法務事情』1075号, 1985年1月15日, 100ページ。

(59) 同上, 101ページ。

(60) 坪田潤二郎『国際取引実務講座Ⅲ 債権保全・国際金融』酒井書店, 1984年, 850ページ。

(61) Wynant, *op. cit.*, p. 7.3.16.

(62) Nevitt, *op. cit.*, p. 29.

IV セキュリタイゼーションと貿易金融

1. フォーフェイティングとその市場

(1) フォーフェイティングとセキュリタイゼーション

フォーフェイティングとは、一般に財・サービスの引き渡しーほとんど輸出ーから生ずる将来期日の到来する債権証書の、いかなる以前の証書所持人に対しても遡及権を持たない買取を意味する用語として使われている。その語源は、フランス語の“à forfait”であり、フォーフェイティングにおいて根本をなす権利の放棄という概念を意味するものである。フォーフェイティングは、歴史的には、西欧から東欧への資本財輸出のための5～8年にわたる貿易金融を提供するために使われてきたが、近年、短期取引にも利用されるようになり、資本財輸出の割合は4割に低下している。表6は、フォーフェイティングの最近の事例をまとめたものであるが、資本財ばかりでなく武器輸出や部品取引にも適用されているのがわかる。フォーフェイティングの詳細はすでに別稿で述べているので⁽⁶³⁾、ここではセキュリタイゼーションとの

表6 フォーフェイティングの事例(1985年)

- ① Midland Bank Aval をリード・マネージャーにして、総額1億5100万ドルのフォーフェイティング取引が、イギリスからトルコへの武器輸出に適用された(1985年11月)。この額はフォーフェイト市場で過去最高で、30行がシンジケートに参加。与信条件は、期間5年、金利 LIBOR+3%。
- ② Caterpillar Tractor は、ソ連への8000万ドルにのぼるトラクター輸出の一部にフォーフェイティングを適用。ソ連向けのフォーフェイティング・レートは LIBOR+1/4%で、通常のローンよりも安くなるから。
- ③ ヨルダンから中国への5000万ドルの機械輸出を、London forfaiting が取り組む。期間10年。この額の固定金利での資金調達には困難であること、さらにヨルダンは公的輸出信用機関を持たないので、リスク・カバーが困難であることが理由である。
- ④ ヨーロッパの工業用ダンプ・トラックのガーナへの輸出に適用。西アフリカに適用された珍しいケース。
- ⑤ イギリス武器輸出の拡大のために、イギリス国防省の関連会社 International Military Services (IMS) が、Midland Bank Aval と協調して、フォーフェイティングに取り組む。
→武器輸出へのフォーフェイティングの導入による第一次市場の拡大策!
- ⑥ スイスの輸出者によるエチオピアへのバス部品の輸出金融のために適用。150万スイスフラン(322,580ドル)、期間3年。

(出所) Euromoney Trade Finance Report, 各号より。

つながりとフォーフェイト市場の最近の動向だけを述べておこう。

まず、フォーフェイティングの金融的機能は、輸出者保有の手形を遡及権の移転を伴うことなく、一括して割引くことによって(フォーフェイティングの一次市場の形成)、輸出者のサプライヤーズ、クレジットに中期のリファイナンスを提供し、同時に銀行にとっては、手形の名宛人にバイヤーズ・クレジットを供与することである。したがって、フォーフェイティングはバイヤーズ・クレジットの一形態なのである。ところで、最初のフォーフェイターは、この手形を満期まで保有するのではなく、別のフォーフェイターに遡及権なし条件で売却することができる(第二次市場の形成)。これは、輸出債権が手形という有価証券の形態で売却されることであり、セキュリタイゼーションの一形態である。

輸出者から手形を買い取る最初のフォーフェイターが満期までその手形を保有するのではなく、他のフォーフェイターに転売する第二次市場の存在から、次のことが明らかになる。まず、フォーフェイト手形は半年毎に満期の異なる一連の手形から成り立っているが、最初のフ

ォーフェイターがそれを一括して買取り、転売することは、債券発行において引受業者が全額を一旦引き受けた後に、投資家にそれを販売するのと同じことである。近年、手形を直接転売するのではなく、フォーフェイターが輸入者振出の約束手形を引当に、譲渡性参加証券(TPC)を発行し、投資家に売却する例が生まれていることから、明らかである⁽⁶⁴⁾。ここにおいて、第一次市場のフォーフェイターはいわば引受業者の役割を果たしていると言えよう。逆に言えば、本来の引受業者である投資銀行やマーチャント・バンカーがフォーフェイティングに乗り出す可能性を示唆している。次節で述べるアメリカにおける貿易債権の証券化はまさにこの応用である。つぎに、フォーフェイティングはすべてのリスクをフォーフェイターが被る金融供与方式であるが、貿易金融の本質がリスク回避である以上、フォーフェイターも自らが被っているリスクを転嫁する手段を必要とする。フォーフェイト手形の第二次市場への転売は、証券発行がリスクの投資家への転嫁であるように、第一次フォーフェイターから第二次フォーフェイターへのリスクの転嫁である。しかも、フォーフェイター同士の手形売買においても、遡及

権は適用されないで、フォーフェイト手形の売り手にとっては完全なリスク回避となる。フォーフェイト手形の第二次市場はこうにしてフォーフェイティングの不可欠の構成要素となっている。

(2) フォーフェイト市場

A ロンドンおよび欧州のフォーフェイト市場

最近の市場動向の特徴は、第一次市場で健全なリスクの手形の供給が減少しているのに反して、第二次市場では残存する優良な手形をめぐる激烈な競争が存在することである。第一次市場の停滞は、かつては好ましい市場であったラテン・アメリカがまだ債務危機から回復していないこと、古くからの顧客である東欧諸国がフォーフェイティングに頼らずユーロ市場で借入を増やしていることに起因する。ちなみに、今日市場に存在するフォーフェイト手形の国別内訳を見れば、ドイツとイギリスがそれぞれ30%、残りをアメリカ、イタリア、ブラジル、韓国およびイスラエルが占めている⁽⁶⁵⁾。他方、第二次市場の活況はアラブ、日本、アメリカの銀行がユーロ・シンジケート・ローンよりも高いマージンを求めて市場に流入した結果である。優良なリスクの手形を安く買い上げることによって、これらの銀行はすべてのフォーフェイティングに関するマージンを切り下げること助け、かつ全般的な手形の不足をもたらしている。フォーフェイト手形のマージンは低下し、数年前まで LIBOR + 3% で取り扱われていたソビエトの手形は、1985年には LIBOR 水準で売られた⁽⁶⁶⁾。

ロンドン以外のヨーロッパの市場の動向も簡単に触れておこう。伝統的市場であるスイスは公的輸出保険料が40%引き上げられた結果、フォーフェイティングがさらに拡大する気配を示している。また、1985年にはフランスがはじめて東欧へのプラント輸出にフォーフェイティングを利用した⁽⁶⁷⁾。西ドイツとならんでイタリアもフォーフェイト手形の大口提供者になっている。イタリアの資本財輸出のうち、数量で50%、価格で20%がフォーフェイティングである。ただ、イタリアの場合は、フォーフェイティングが公的保証を受けている場合があり、その場合は“遡及権なし”ではなく“遡及権つき”となり、言葉の本来の意味でのフォーフェイティングとは異なっている。この種の取引はイタリアのフォーフェイティング取引の約3分の1を占めている(表7参照)。

B アメリカのフォーフェイト市場

現在アメリカのフォーフェイト市場の規模は、年間3億から4億ドルである。この額は、1985年度のアメリカ輸銀の中長期融資額3.2億ドルと比較すると小さい額ではないことが判る。アメリカにフォーフェイティングを紹介したのは欧州の銀行であったが、今日、シティコープやセキュリティーズ・パシフィック、バンカーズ・トラストなどが特に積極的になっている。アメリカでのフォーフェイティングの最大の利用者は、トラクター、モーターおよび機械の製造業者のような軽資本財輸出者であるが、大型プロジェクトの建設のようなサービス取引をも含んでいる。取引地域では、輸銀がカバーできないソビエトとの取引が最大であり、次い

表7 イタリアのフォーフェイティング取引(単位:100万ドル)

	1982		1983		1984		1984前半		1985前半	
	額	数	額	数	額	数	額	数	額	数
遡及権なし	841.8	1,013	667.4	472	852.8	434	422.0	225	744.1	201
遡及権つき	565.1	445	302.7	176	447.2	190	306.8	98	459.9	91
計	1,506.9	1,458	970.1	648	1,300.0	624	728.8	323	1,204.0	292

(出所) *Euromoney Trade Finance Report*, March 1986, p. 28.

でラテン・アメリカの順になっている⁽⁶⁸⁾。

アメリカにおけるフォーフェイティングの将来を占う要因は、アメリカ輸出入銀行の直接融資制度の動向であろう。レーガン政権は巨額の財政赤字削減の一環として、輸銀の直接融資制度を廃止し、かわりにイギリスの行っている利子補給制度を取り入れることを提案している。これが実施に移されるかどうかは議会の意志次第であるが、82年以降輸銀の直接融資額が削減されていることは、明確な事実である。これまで、輸銀融資に頼っていた部分が新たな融資源をフォーフェイティングに求める可能性は十分あるし、また、保険・保証機関をめざす輸銀が、その付保対象をフォーフェイト手形に見出すことも有り得るであろう。すでに、西ドイツ、イタリアでは公的制度金融機関がフォーフェイト手形を制度の中に取り込んでいるのである。

C アジアのフォーフェイト市場

アジアにおけるフォーフェイティングの中心はシンガポールである。ロンドンの大手フォーフェイティング会社は1986年10月に駐在員事務所を開設し、アジア地域でのフォーフェイティング拡大を図っている。これは、フォーフェイト手形の第一次市場が第二次市場に比べて停滞している現状を打開するために、新たな領域に乗り出したことを意味している。だが、アジアでは貿易金融は伝統的に荷為替信用に依存していること、輸出品が短期ベースの一次産品であることなどの点で、フォーフェイティングにとっては困難な状況も存在する。現在、主として先進国からの資本財輸入を金融するために、フォーフェイティングが利用されている。あるいは、フィリピンでは多国籍企業の企業内貿易の金融手段として用いられている⁽⁶⁹⁾。

日本の一次市場での取引は明らかではないが、大手商社によれば、第三世界との取引あるいはリスクの大きい市場との取引に利用している。例えば、韓国への輸出に使われたことがあるという⁽⁷⁰⁾。

シンガポールでは15~20の銀行が参加する第二次市場が確立されている。だが、そこでは手形の95%は投資目的で買われ、残り5%だけがトレーディングに回されているにすぎない。フォーフェイト手形が投資目的で買われている理由の一つは、資金余剰の下でシンガポールの銀行が低リスクでかつ高収益の資産に飢えていることである。もう一つの理由は、投資だけならば、人員、時間および経験の点でわずかな資金で済むが、トレーディングは銀行による積極的な関わりを必要とすることである。すなわち、過剰資本を抱えた銀行による手っ取り早い資産運用として、フォーフェイト手形が利用されているのである。

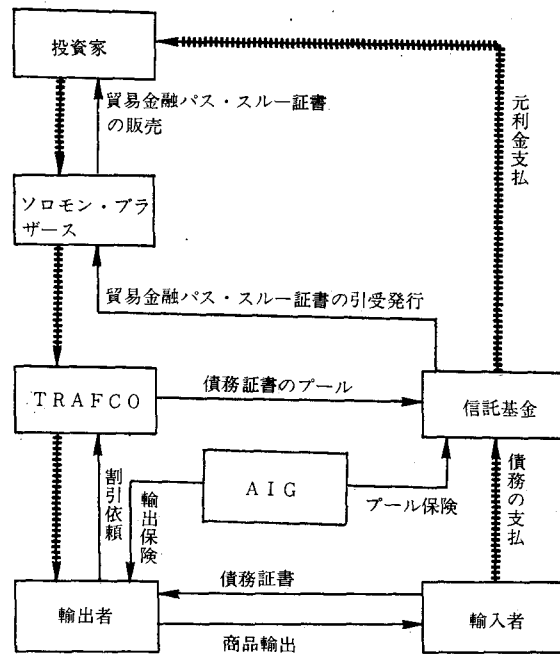
ともあれ、シンガポールのフォーフェイティングは一昔前のヨーロッパの水準まで到達しており、フォーフェイティングの有望市場と見なされている⁽⁷¹⁾。

2. 輸出債権の証券化

フォーフェイティング市場は輸出債権を証券形態で流動化する場所であった。この技術すなわち輸出債権の証券化が、アメリカで資本市場を輸出金融に導入する手段として活用されはじめた。輸出金融の民間優位化をすすめるために、アメリカでは年金基金や生命保険などの長期投資家を輸出金融という投資機会に引きつけることを模索していた。他方、アメリカ資本市場を構成する機関投資家も、輸出金融の潜在的に高い収益性に魅力を感じていた。そこで、輸出金融に資本市場を導入するために、輸出者の側の長期・固定・低利の資本需要と投資家の側での流動性・安全性・収益性の追求を結合するメカニズムを構築することが必要となったのである⁽⁷²⁾。

輸出債権の証券化は、アメリカにおける金融の証券化の技術を利用して、資本市場を輸出金融に導入するために、フロリダに創設された Trade Finance Corporation (TRAFICO) によって1983年から始められた。TRAFICO は保険会社の America International Group

図9 輸出債権の証券化



(出所) Norton, J. J., ed., *World Trade and Trade Finance*,
Matthew Bender, 1985, pp. 22-46~47より作成。

(AIG) および 大手投資銀行である Salomon Brothers と協力して、次のような仕組みを構築している⁷³⁾。図9に基づいて、解説しよう。

①まず、輸出品と引き換えに外国の買い手によって輸出者に振り出された貿易金融債務証券が TRAFCO に買い取られる。この場合、フォーフェイティングと違って、遡及権つき条件での割引である。② TRAFCO は次に信託基金を設置し、最低50万ドルからなる債務証券をプールする。③同時に、Salomon Brothers はこのプールされた貿易債権を引当にして、貿易金融パス・スルー証券を引受発行し、資本市場で投資家に販売する。パス・スルー証券とは、個々のモーゲージ（不動産を担保とする貸付債権を有価証券化したもの）を集めたモーゲージ・プールに対する共有持分権を表象する証券のことであり、アメリカにおける金融の証券化を代表する。こうして、資本市場と貿易金融が結合する。

④輸入者は債務の満期の60日前に信託基金に直接払い込み、それに基づいて証券保有者に元利金が支払われる。TRAFCO であれその他の当事者であれ、証券保有者への支払以前に信託基金の資産を使うことはできない。借手が支払う元利金が信託基金などの支払代行機関を通して（パス・スルー）して投資家にそのまま支払われることから、パス・スルー証券という名が付けられているのである。信託基金は投資家の利益を代表するものであり、レバレッジド・リースにおける貸手の利益を代表する契約受託者の役割を果たしている。いずれにせよ、貿易金融の証券化においても、債権保全策として信託金融の技術が利用されていることが注目される。

⑤輸入者からの代金回収リスクを回避する手段として、保険会社 AIG による輸出者への輸出保険と信託基金へのプール保険が付保される。輸出保険は条件付きでかつ元利の90%までしかカバーしないのに対して、プール保険は無

条件・取消不能でかつ元利金の100%の支払を保証する。この保険カバーがあるために、貿易金融パス・スルー証券は格付け会社からトリプルAの信用格付けを得る。その結果、投資家にとっての魅力を増大させるとともに、輸出者にとっての資金調達コストを低減させる効果を持つのである。TRAFCO は営業開始から1年半で13億ドルをアレンジした⁽⁷⁴⁾。

アメリカにおけるセキュリティゼーションは、1970年代初頭に不動産担保貸付の証券化からはじまり、70年代末ごろから一般融資のプールを担保にした証券の発行という形での証券化が出現するに至った⁽⁷⁵⁾。このようなセキュリティゼーションの進展のなかで「再生産に密着した貿易金融の証券化」という興味深い事態が現れている。さらに、貿易金融の証券化には、銀行貸付の分売（ローン・サブパーティシペーション）の形で銀行の資産の流動化を進める方法がある。債権の証券化が国内債権を対象とするのに対して、ローン・サブパーティシペーションは対外債権を対象としている。次に述べる世銀貸付の売却および途上国債務の株式化がその例である。

3. 世界銀行貸付の売却

世銀融資の大半は、プロジェクト融資である。融資対象は、1950年代前半には運輸、電力、通信等のインフラストラクチャであったが、50年代後半以降それに加えて教育、農業、工業等の分野にウェイトを置いた。1970年代には、世銀はマクナマラ総裁の下で貸付の急速な拡大を見せる。特に最貧困層の生産性を増すプロジェクト、具体的には農業と農村地域開発プロジェクトの割合の上昇と、上下水道、保健、人口抑制、教育、住宅・都市開発などの分野への投資の増大であった。70年代後半以降、エネルギー分野への融資を拡大し、電力プロジェクトに加えて、石油、天然ガス、石炭の開発プロジェクトを融資対象にしている。1980年以後、従来のプロジェクト融資だけでなく、一般的に輸入必要資金の供与策として、構造調整融資

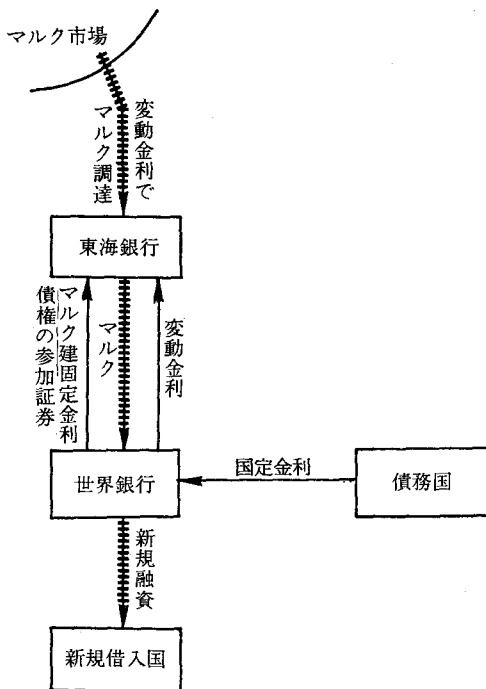
(SAL) というプログラム融資を始めたが、世銀融資全体に占める割合は12%程度にすぎない⁽⁷⁶⁾。

世銀のプロジェクト融資は、その資金が世銀の融資対象となったプロジェクトを建設する企業、あるいはそのプロジェクトの建設に必要なプラントを供給する企業に直接支払われることを意味する。世銀融資の80%は国際競争入札を通じて配分されるが、実際に世銀融資の恩恵を被っているのは、広範な情報力と販売ネットワークを持つ多国籍企業である⁽⁷⁷⁾。したがって、世銀プロジェクト融資は、先進国多国籍企業の資本財輸出を促進する貿易金融の役割を果たしている。

世銀の融資および保証額は応募済資本と準備を超えてはならない。そこでこの原則を維持するなら、融資額の増加は増資によってしか解決されえない。しかし増資については、1980年に行われて以後、最大の株主であるアメリカが国内の財政赤字を理由にさらなる増資に反対し続けている。このような状況の中で、世銀は途上国向け新規融資の原資を確保するために、過去の融資分による債権を、参加証券 (Participation Certificate) 発行の形態で民間金融機関に売却しはじめた⁽⁷⁸⁾。貸付債権の転売というセキュリティゼーションである。その第一号は東海銀行で、1985年10月に1,100万ドルの債権を買い取った。東海銀行が世銀から分売を受けた債権は、1980年6月以前に世銀が融資実行した案件で、アイルランド、ポルトガル、アイスランド、ギリシア、韓国、フィジー、オマーン、チュニジアの計8カ国向けの12件であり、1,100万ドル相当の通貨別内訳はマルク建とオランダ・ギルダー建がほぼ半々であった⁽⁷⁹⁾。

図10に基づいて、現実の資金の動きを見ておこう。①東海銀行は世銀から固定金利のマルク建債権を購入する。購入資金は、マルク市場において変動金利で調達する。これによって、債務国は対世銀固定金利債務を対東海銀行変動金利債務に借り換えたことになる。そうすると、債務国は東海銀行に対して変動金利方式で元利

図10 世銀貸付の売却



(出所)『日本経済新聞』1985年10月20日より作成。

を返済するのが自然の姿であるが、実際には②債務国は固定金利方式で元利を世銀に返済し、③東海銀行は世銀経由で変動金利を受け取る。つまり、世銀が変動金利で資金調達し、固定金利で融資した形にすることで、貸手と借手の利害を調整しているのである。固定金利と変動金利の差額は世銀が負担することになっているが、実際には変動金利よりも固定金利の方が高く、世銀は利鞘を取得することもある。こうして世銀は東海銀行への債権売却によって、新規融資の原資を確保した。他方購入者は世銀に対して償還請求権をもたないが、当該債権にデフォルトが発生すれば、それは世銀に対するデフォルトになるので、当該国の世銀からの調達は全面的にストップする。これは世銀加盟国がもっとも恐れる事態であるので、債権保全上かなりの効果を持つといわれる。すなわち、東海銀行は世銀経由で安全度の高い債権を購入し、利鞘を稼げる訳である。

世銀は1986会計年度に3億ドル相当額の債権

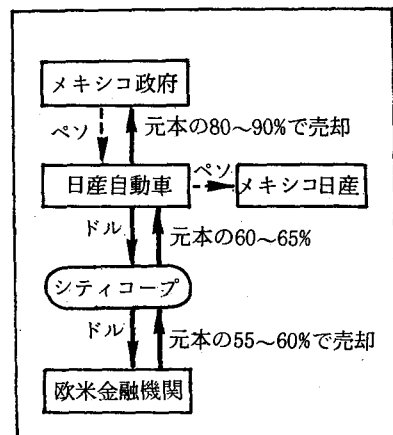
を民間金融機関に売却し、それが円滑にすすめば87年度には売却額を拡大する方針である。購入を希望する金融機関には、東海銀行以外にも東京銀行や長期信用銀行、生命保険などの機関投資家が含まれている。日本の民間金融機関は、対外貸付実績の拡大のために、安全かつ手取り早い方策として、世銀債権の購入に向かっている。

4. 途上国債務の株式化と貿易金融

今日、途上国に累積している債務は主として1970年代に導入されたユーロ・クレジットである。非産油発展途上国の債務累積危機の勃発によって、貸手銀行は資金供与を縮小・停止するばかりか、既存債権の流動化を進めている。他方、途上国側は債務負担の軽減を図りながらも国内開発のために、追加的資金の導入を迫られている。このような状況の中で、注目されているのが対外債務を国内企業の株式に転換する「債務の株式化」＝エクイタイゼーションである⁽⁸⁰⁾。

その仕組みを1986年6月下旬に実施されたメキシコの例に即して説明すると(図11参照)。

図11 メキシコに対する債権の流れ



(出所)『日本経済新聞』1986年6月24日。

①まず欧米中小金融機関のメキシコ向け債権6,000万ドルをシティコープが元本の5～6割で購入し、②これを5～10%上乗せした4,000万ドルの価格で日産自動車に転売、③日産自

自動車は買い取った債権を元本の9割にあたる5,400万ドルでメキシコ政府に売却、代金をペソで受取り、④現地子会社の増資資金に充てる、というものである。こうしてメキシコ政府のドル建債務はメキシコ日産の株式に転化するわけであり、貸付銀行は焦げつくかもしれない債権を流動化でき、多国籍企業(日産自動車)は4,000万ドルしか支払わないのに5,400万ドル分の投資ができ、メキシコは海外債務を6,000万ドル軽減でき、この取引のアレンジャー(シティコープ)は手数料を稼げる、ことになる⁽⁸¹⁾。

この仕組みは、①金融の証券化の一形態である貸付債権の分売(ローン・サブパーティシペーション)と、②債務と株式のスワップを組み合わせたもので、結果として貸付金融が出資金に転化したのである。

「債務の株式化」は、メキシコ、チリ、ブラジルおよびアルゼンチンといったラテン・アメリカだけでなく、フィリピンやマレーシアのアジア諸国でも実施あるいは計画されている。フィリピンでは、1986年10月に川崎製鉄がこの方式で2,400万ペソを3割方安く調達したのを皮切りに、同年12月までに15件、計3,300万ドルが認可されている。途上国の債務負担軽減と外資導入の必要という相矛盾する政策を実現する手段として注目されていることがわかる。

さて「債務の株式化」は次の点で、貿易取引および輸出金融と関わる⁽⁸²⁾。まず第1に、債権者にとって、債務を封鎖解除し、債務国との貿易活動を更新あるいは拡大する方法である。例えば、スペインの自動車メーカー ENASA はチリの関連会社 Pegaso-Chile に2,000万ドル投資したが、その2,000万ドルはチリの関連会社に部品を輸出した際の、未払い代金を充当した。こうして貿易債務を株式化することによって、スペインの自動車メーカーは債権の回収と貿易取引の継続を確保したのである。

第2に、「債務の株式化」は債務国に追加資本を提供し、その資本はたいいてい製造業投資に向けられている。ほとんどの債務国は輸出指向

工業に投資することを望んでいるのである。すなわち、「債務の株式化」はまた、途上国への直接投資の一形態になっている。銀行貸付と直接投資は途上国への民間資金フローの2大源泉であるが、1972年以降、銀行貸付が直接投資を上回っている。言うまでもなく、ユーロ市場に滞留したオイル・マネーが非産油途上国の経常収支の赤字を埋めるために使われた結果である。だが、途上国への民間銀行貸付の増大が債務累積を引き起こしたことから、再び対外直接投資の役割が注目されることとなった。直接投資は、その投資に収益性がある時にのみ、利潤が本国償還されるだけで、銀行融資のように、その投資が投下されたプロジェクトの収益性が悪くても、満期まで利子を支払わなければならない資金ではない。さらに、直接投資は途上国に技術を移転する優れた方法である。何よりも途上国にとって重要なことは、直接投資が対外債務に計上されないことである。このような理由から、「債務の株式化」は、世界銀行の姉妹機関として設置されることになった国際投資保証機構(MIGA)と並んで、発展途上国に直接投資フローを拡大する役割を担っている。直接投資としての「債務の株式化」はまた追加的取引と貿易金融の機会を創出することになる。つまり、株式出資金として提供された資金は、その企業によって、資本財の輸入に充当されるからである。例えば、ニュージーランドの企業は1億2,500万ドル相当の債務を購入し、それをチリのコングロマリット Copec の株式に転換した。Copec はその新規資本を資本財購入に利用している。この点こそ、本稿で強調しているエクティ・ファイナンスによる貿易金融の典型例であるといつてよい。

第3に、銀行が途上国債権を直接株式化していることの貿易金融にとっての意味である。銀行が他国の銀行あるいは企業の株式に投資することを、ベンチャー・バンキングと呼んでいるが⁽⁸³⁾、「債務の株式化」の進展の中で、例えば、バンカーズ・トラストは対チリ融資の一部を現地の保険会社と年金基金管理会社の株式に転換

し、アメリカン・エクスプレスはフィリピン債権を現地銀行に投資した。あるいはナショナル・バンク・オブ・サウジアラビアはチリの魚肉加工および家電企業に、「債務の株式化」による投資を行った。企業を通じてあるいは現地銀行を通じて、銀行が一国経済に巻き込まれることは、投資した銀行がその国との取引を金融する機会を増やす契機になるのである。

以上、金融の証券化現象の中で展開されている、貿易債権の証券化の諸側面を見てきた。フォーフェイティングという東西貿易に起源をもつマイナーな貿易金融の方式が、金融の証券化のなかで急拡大を見せ、フォーフェイティングに対抗するかたちでアメリカにおいて年金基金や生命保険などの資本市場資金を貿易金融に導入するために輸出債権の証券化が進展を見せた。世銀貸付の売却もローン・サブパーティシペーションというセキュリタイゼーションの一環であった。いずれも、証券形態での資金の流動化とリスク分散を目的としていた。途上国債務の株式化はセキュリタイゼーションを前提としたエクイタイゼーションであるが、それがまたエクイティ形態での貿易金融供与策になっているのである。

〔注〕

- (63) 拙稿「中長期輸出金融の新展開—フォーフェイティングを中心に—」阪南大学『阪南論集 社会科学編』第22巻第1号、1985年9月。
- (64) これは、1985年11月にミッドランド銀行のフォーフェイティング子会社 Mid Aval がトルコへの1億5,100万ドルの輸出をフォーフェイトした時の例である。取引金額が巨額であるため、Mid Aval を主幹事に32の銀行がシンジケート団を組織し、譲渡性参加証券を引き受けた (*Euromoney*, March 1986, p. 147)。
- (65) Mid Aval の副頭取ギルド (I. Guild) の証言。Carnevale, F., 'Primary market boom or trading forth?', *Euromoney Trade Finance Report*, April 1987, p. 40.
- (66) Katsouris, C., 'Forfaiters go hunting for fresh primary paper', *Euromoney Trade Finance Report*, October 1985, pp. 33~35.

- (67) Ferguson, A., 'Forfaiters master the art of becoming all things to all men', *Euromoney Trade Finance Report*, October 1986, p. 47.
- (68) Katsouris, C. & Barovik, R., 'US exporters learn the forfait gospel', *Euromoney Trade Finance Report*, October 1985, pp. 39~40.
- (69) Tourret, R., 'Singapore beds to be Asia's center', *Euromoney Trade Finance Report*, October 1986, p. 60.
- (70) Katsouris, *op. cit.*, p. 35.
- (71) Tourret, *op. cit.*, pp. 58~60.
- (72) Mills, D., 'Dose trade finance fit with the capital markets?', *Euromoney Trade Finance Report*, February 1986, Belton, A., 'The US capital markets are out there—but where?', *Euromoney Trade Finance Report*, February 1986 参照。貿易金融への資本市場の導入は、アメリカにおける輸出金融の「民間優位化」の中心課題である。すでに、1980年5月の段階で当時の財務次官補バークステンは次のように述べていた。「我々は、融資保証プログラムを拡大し、それを投資家にとって一層魅力的にすることを求めるつもりである。その結果、それは(輸銀の)直接融資予算への圧力を救済することができる。この点で、我々は保険会社、年金基金およびその他の長期投資家を、輸出金融という彼らが十分に開発していない投資機会に巻き込むことを求めている」(U.S. Senate, Subcommittee on International Finance, 'Hearings on Competitive Export Finance', 1980, p. 55)。
- (73) Norton, J. J., ed., *World Trade and Trade Finance*, Matthew Bender, 1985, pp. 22-43~51参照。
- (74) *ibid.*, p. 22-19. :
- (75) 松井和夫『セキュリタイゼーション』東洋経済新報社、1986年、参照。
- (76) 国際金融情報センター『発展途上国の経済開発と国際機関の役割』1985年2月、2~4ページ参照。また、世銀のSALについては、拙稿「IMF体制と債務累積」中村雅秀編著『累積債務の政治経済学』ミネルヴァ書房、1987年、を参照されたい。
- (77) Payer, C., *The World Bank: A Critical Analysis*, Monthly Review Press, 1982, pp. 35~36.
- (78) 国際金融情報センター『開発途上国の貯蓄・投資構造と経済開発における外国資本導入の役割』1986年3月、101ページ。
- (79) 『日本経済新聞』1985年10月20日。
- (80) 筆者は「債務の株式化」を、①多国籍企業による直接投資、②多国籍銀行による出資(ベンチャー・バンキング)、③途上国証券への投資、の3つに分類している。拙稿「国際金融とエクイタイゼーション」

ン『債務の株式化』が提起する問題の広がり」前掲を参照されたい。

(81) 『日本経済新聞』1986年6月24日。

(82) Mills, D., 'Why debt-for-equity is the game everybody wants to play', *Euro money Trade Finance Report*, March 1987, 参照。

(83) ベンチャー・バンキングについては、拙稿「国際金融とエクイタイゼーション」, 前掲, を参照されたい。

むすびにかえて

最後にこのようなトレード・ファイナンスの変貌あるいは新展開が生じている背景が問題になる。紙数も尽きたので、分析の視点だけを述べてむすびに代えたい。

まず第1に、累積債務問題の途上国側からの対処策としての位置づけである。国内開発に必要な資材を債務の増加にならない形で導入し、かつ累積債務の返済資金獲得のために輸出の拡大に努めねばならない以上、カウンター・トレードやインターナショナル・リースのようなフ

ァイナンス形態は必要不可欠である。

第2に、先進国資本にとっての「実現」問題としての位置づけである。現実資本と貨幣資本の両方の過剰を抱える資本主義世界経済は、南北貿易と東西貿易を通じてそれらの価値実現を図らざるを得ない。しかし、途上国の膨大な潜在的需要に対して、それを現実に購入する資金が絶対的に欠乏している以上、両者のギャップを埋める手段が開発されなければならないのである。

第3に、銀行業における貿易金融の位置づけである。銀行の国際化は短期の貿易金融を通じて出発したが、債務累積危機以後再び再生産に密着した金融として貿易金融の見直しがなされている。その際に、以前と同じ形態ではなく長期の貿易金融の取り込みが指向されている。あるいは多国籍銀行が新しいトレード・ファイナンスを積極的に取り込むことによって、その世界的大拡大がなされているのかもしれない。

詳細は別稿で果たしたい。

(1987年7月8日受理)